

2019年11月07日

证券研究报告·公司深度报告

同花顺(300033) 计算机

买入(首次)

当前价: 95.08元

目标价: 134.60元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

金融科技先行者, AI助力掘金C端流量变现

投资要点

- **推荐逻辑:** 公司具备极强的贝塔属性, 与 2015 年市场峰值相比, 公司基本面和外部环境发生了明显的改善: 1) **投资者结构:** 持股 10 万元以上的大户比例由 2017 年的 17.9% 提升至 2019 年的 44.5%, 投资大户比例的提升活跃用户付费率和 ARPU 值。2) **月活用户数量:** 相对于 2015 年 2300 万, 2019 年提升至 4000 万以上, 接近翻倍。3) **C 端产品数量:** 相对于 2015 年 10 余款, 2019 年 C 端产品数量已经达到 30 余款, 产品数量增长带动活跃用户付费率的提升。4) **AI 技术成熟:** 相对于 2015 年仅通过电信增值服务和基金代销变现, 2019 年公司备案第一款私募基金产品同花顺阿尔法一号, 进一步拓展公司变现渠道。
- **A 股市场交易量触底反弹, 投资者结构改善。** 市场交易量触底反弹, 2019 年 Q1 季度 A 股成交额均环比提升 85.8%, 达到自 2016 年以来的首个峰值。手机网民的增加为移动端投资类 APP 的高频使用奠定基础, 互联网理财用户保持高速增长。投资者结构改善, 10-100 万元的账户数和 100 万元以上账户数比例分别提升 20.7pp 和 5.9pp。政策+技术因素推动智能资管行业快速增长和落地。
- **凭借海量用户多渠道变现, AI 赋能探索新盈利增长点。** 同花顺 APP 凭借 4000 万以上的月活数量遥遥领先, 超过第二三名总和的一倍, 依托海量用户, 通过增值服务、开户导流、广告等方式变现。互联网理财用户高速增长, 基金代销业务稳步推进, 基金拓展保险经纪业务市场。公司运用 AI 赋能打造智能资管平台, 探索智能客服、智能投顾等新的盈利增长点。
- **现金流重回高速增长轨道, 盈利能力优秀。** C 端业务与市场景气度高度相关, 现金流随景气度回升重回高速增长轨道。该业务盈利模式的传导路径是: 经营性现金流—预收款—营业收入&利润, 2019 年 Q1 市场景气度回升带来现金流高速增长, 预计年底有望传导到利润。得益于公司产品较高的标准化程度与优秀的商业模式, 公司整体毛利率和净利率保持 89% 以上和 45% 以上的高水准。高效的企业管理降低治理成本, 期间费用率(提出研发费用)仅 12.7%; 与此同时, 高达 35% 的研发费用率保证公司产品和技术的持续领先, 构建技术护城河。
- **盈利预测与投资建议:** 我们预计公司 2019-2021 年归母净利润将保持 34% 的复合增长率。公司凭借海量且高粘性的用户在 C 端/B 端业务场景中变现, 考虑到公司强大的贝塔属性和未来智能资管领域的爆发, 对标同类上市公司, 给予公司 2020 年 62 倍估值, 对应目标价为 134.6 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸
 执业证号: S1250517070001
 电话: 010-57758600
 邮箱: zhuz@swsc.com.cn

分析师: 刘忠腾
 执业证号: S1250519080008
 电话: 0755-23616646
 邮箱: lzht@swsc.com.cn

分析师: 朱松
 执业证号: S1250519080007
 电话: 021-58352031
 邮箱: zhuz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.38
流通 A 股(亿股)	2.64
52 周内股价区间(元)	37.89-130.99
总市值(亿元)	511.15
总资产(亿元)	46.86
每股净资产(元)	6.61

相关研究

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1386.89	1821.09	2414.01	3232.64
增长率	-1.62%	31.31%	32.56%	33.91%
归属母公司净利润(百万元)	633.93	886.66	1167.48	1562.60
增长率	-12.64%	39.87%	31.67%	33.84%
每股收益 EPS(元)	1.18	1.65	2.17	2.91
净资产收益率 ROE	18.98%	20.18%	21.69%	23.28%
PE	81	58	44	33
PB	15.30	11.64	9.50	7.62

数据来源: Wind, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

投资要件

关键假设

假设 1: 宏观经济相对稳定, 金融政策 (科创板、沪伦通等) 逐步深化改革, 释放市场活力, 根据智研咨询数据, 未来 3 年互联网金融信息服务行业增速保持 15%-20% 的增长。

假设 2: 增值电信业务 (C 端), 公司持续研发新产品, 参考公司以往数据, 预计每年新增 5 款以上新品。投资者结构的改善 (大户占比提升) 带来活跃用户付费率和 ARPU 值 2 方面的提高, 预计未来 3 年业务收入保持 30% 左右的同比增长, 毛利率大体保持稳定。

假设 3: 广告及互联网服务 (C 端), 导流开户返费和交易佣金分成 (1:1) 大体保持稳定, 预计未来 3 年业务收入保持 35% 以上的同比增长。

假设 4: B 端业务中电子商务 (基金代销) 和网上行情交易系统服务分别向机构客户收取 1% 服务费和项目费用, 业务发展稳定, 预计未来 3 年业务收入分别保持在 25% 和 35% 左右。

公司亮点

市场普遍认为公司属于高贝塔属性的标的, 公司业绩高度依赖证券市场景气度。我们认为: 除了业绩与外部环境 (证券市场景气度) 强相关以外, 相对于 2015 年, 公司的基本面和外部环境发生了明显的改善, 而这些边际改善有望在下一次市场景气度提升的时候, 给公司带来更大的业绩弹性。这些改善的因素包括: 投资者结构发生了改变、月活用户数量明显提升、C 端产品数量增长带动付费率提升、AI 技术应用增加变现渠道等。

股价上涨的催化因素

证券市场交易量提升、用户付费率提升、单用户 ARPU 值提升、基金代销费率提升、Ifind 产品推广进展高于预期、B 端业务获得大项目。

估值和目标价格

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润将保持 34% 的复合增长率。公司凭借海量且高粘性的用户在 C 端/B 端业务场景中变现, 考虑到公司强大的贝塔属性和未来智能资管领域的爆发, 对标同类上市公司, 给予公司 2020 年 62 倍估值, 对应目标价为 134.6 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

投资风险

证券市场景气度下滑风险; 金融政策变动或对业务造成影响的风险; AI 智能资管产品拓展或不及预期; 知识产权风险。

目 录

1 公司概况：金融科技先行者，AI 赋能掘金 C 端流量	1
1.1 领先级互金信息服务商，员工持股激发企业活力	1
1.2 布局四大产品线，AI 赋能平台化、场景化升级	2
2 行业分析：市场交易量触底反弹，投资者结构改善	4
2.1 19 年 A 股交易量触底反弹，Q3 成交额 35 万亿	4
2.2 互联网理财用户高增长，投资者结构改善	4
2.3 政策+技术因素推动智能投顾行业快速增长	6
3 公司分析：海量用户多渠道变现，拓展新盈利增长点	8
3.1 海量客户奠定竞争优势，C 端业务多渠道变现	9
3.2 基金代销业务稳步推进，拓展保险经纪业务市场	12
3.3 AI 赋能打造智能资管平台，探索新的盈利增长点	15
4 财务分析：现金流重回高增长轨道，盈利能力优秀	17
4.1 与市场景气度高度相关，现金流重回高增长轨道	17
4.2 公司盈利能力优秀，有望开启新一轮业绩爆发	18
4.3 高效管理降低费用率，注重研发深挖技术护城河	19
5 盈利预测与估值	20
5.1 盈利预测	20
5.2 绝对估值	21
5.3 相对估值	22
6 风险提示	23

图 目 录

图 1: 同花顺历史沿革.....	1
图 2: 同花顺股权结构.....	1
图 3: 公司主要产品.....	2
图 4: 投资理财服务智能化.....	3
图 5: 2015-2019 年 Q2 我国 A 股季度成交额.....	4
图 6: 2015-2019 年 Q2 我国 A 股季度成交额环比增长率.....	4
图 7: 中国网民规模及互联网普及率.....	5
图 8: 中国手机网民规模及其占网民比例.....	5
图 9: 我国证券投资者数量.....	5
图 10: 互联网理财用户规模及使用率.....	5
图 11: 2010-2019 年我国城镇居民人均可支配收入及增幅.....	6
图 12: 我国各项投资资产占个人可投资资产比重.....	6
图 13: 自然人投资者持股账户占全部投资者比重.....	6
图 14: 各类自然人投资者持股账户占全部投资者比重.....	6
图 15: 智能理财服务主要运用技术.....	7
图 16: 全球智能投顾市场规模及预测.....	8
图 17: 中国智能投顾市场规模及预测.....	8
图 18: 公司核心驱动指标.....	8
图 19: 金融领域 APP 月活跃人数 TOP15 (除支付宝) (万人).....	9
图 20: 公司金融服务网注册用户数.....	10
图 21: 证券服务应用行业独占率 top3.....	10
图 22: 同花顺 APP 支持 A 股开户的证券公司.....	10
图 23: 同花顺 APP 部分增值服务.....	11
图 24: 公司增值电信服务业务收入以及毛利率.....	11
图 25: 公司增值电信业务与股市成交额增长率.....	11
图 26: 公司广告及互联网服务推介业务以及毛利率.....	12
图 27: 2014-2019H1 我国公募基金市场规模.....	12
图 28: 2014-2019H1 我国公募市场结构.....	12
图 29: MindGo 量化投资终端优势.....	13
图 30: 同花顺“爱基金”平台情况.....	14
图 31: 公司基金销售及其他业务收入与毛利率.....	14
图 32: 同花顺 APP 保险业务界面.....	14
图 33: 2013-2020 年中国互联网金融市场规模.....	15
图 34: 中国客服产业存量及增量市场空间.....	15
图 35: 公司的 AI 产品与服务.....	16
图 36: 同花顺阿尔法一号私募证券投资基金.....	16
图 37: 私募之家智能交易终端.....	17
图 38: 公司 CFO、营业收入、预收账款与股票市场成交额高度相关.....	17
图 39: 公司销售商品提供劳务收到的现金及增速.....	18

图 40: 公司经营活动现金净流量及增速	18
图 41: 公司分业务收入结构	18
图 42: 公司近 5 年各业务毛利率	18
图 43: 2013-2019Q1 公司营收及增长情况	19
图 44: 2013-2019Q1 公司净利润及增长情况	19
图 45: 公司近年期间费用率变化	19
图 46: 公司近年销售毛利率及销售净利率	19
图 47: 公司研发费用及研发费用率	20
图 48: 公司研发人员及占比	20

表 目 录

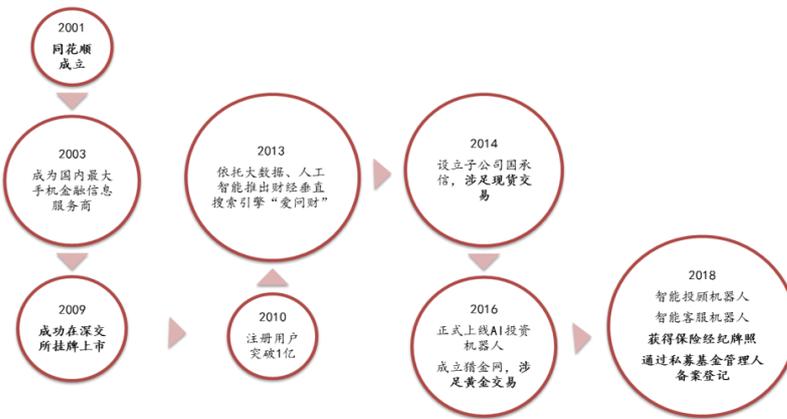
表 1: 公司管理层持股明细	2
表 2: 部分鼓励金融科技、支持人工智能发展的政策及影响	7
表 3: 基金代销机构统计 (截至 2019-8-5)	13
表 4: 分业务收入及毛利率	21
表 5: 绝对估值假设条件	21
表 6: FCFF 估值结果	22
表 7: FCFF 估值敏感性分析	22
表 8: 可比公司估值 (截止至 2019 年 11 月 6 日)	22
附表: 财务预测与估值	24

1 公司概况：金融科技先行者，AI 赋能掘金 C 端流量

1.1 领先级互金信息服务商，员工持股激发企业活力

国内领先的互联网金融信息服务提供商。同花顺成立于 2001 年，并成功于 2009 年在深交所上市。作为国内第一家互联网金融信息服务行业的上市公司，公司主要业务是为各类机构客户提供软件产品和系统维护服务、金融数据服务、智能推广服务，为个人投资者提供金融资讯和投资理财分析工具。公司产品及服务覆盖产业链上下游的各层次参与主体，包括证券公司、基金公司、银行、保险、政府、研究机构、上市公司等 B 端用户，以及广大个人投资者等 C 端用户。

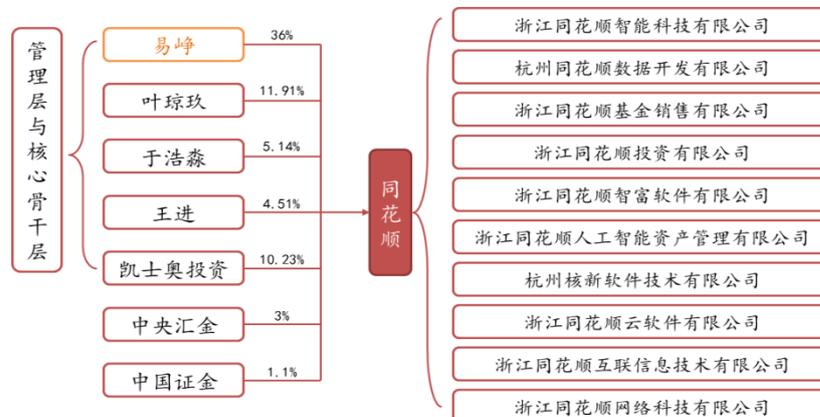
图 1：同花顺历史沿革



数据来源：公司官网，西南证券整理

乘科技东风，成为金融科技领先者。公司基于现有的业务、技术、用户、数据优势，积极探索和开发基于人工智能、大数据、云计算等前沿技术的产品和应用，以期形成新的业务模式和增长点。目前，公司已构建同花顺 AI 开放平台，可面向客户提供智能语音、自然语言处理、智能金融问答、知识图谱、智能投顾等多项 AI 产品及服务，为银行、证券、保险、基金、私募等行业提供智能化解决方案。

图 2：同花顺股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

管理层与核心骨干人才合计持股 67.8%，有助于加强公司研发稳定性。易峥，1993 年毕业于浙江大学电机工程系，直接持有公司 36% 的股权，为同花顺创始人及实际控制人，2001 年至今任公司董事长兼总经理，上市至今从未减持公司股票，彰显出创始人对公司发展的信心与恒心。叶琼玖、于浩淼、王进均为高管，分别持股 11.9%、5.1%、4.5%，其中于浩淼与王进均为技术骨干人才；其他高管和员工通过员工持股平台—石狮凯士奥持有公司 10.2% 的股份。管理层与核心骨干人才合计持股 67.8%，与首发上市时的 75% 相差不大，股权结构稳定。核心骨干员工较高且稳定的持股，有助于加强公司研发稳定性。

表 1：公司管理层持股明细

股东名称	持股比例	年龄	学历	毕业院校	公司职务
易峥	36.0%	49	本科	浙江大学	董事长、总经理
叶琼玖	11.9%	65	高中	-	董事、副总经理
于浩淼	5.1%	47	硕士	浙江大学	董事、总工程师
王进	4.5%	48	本科	山东大学	董事、技术总监
石狮市凯士奥投资咨询有限公司	10.2%			员工持股平台	

数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 布局四大产品线，AI 赋能平台化、场景化升级

产品终端多样化，为四大板块业务赋能。公司主营业务根据商业模式的不同，可分为四大板块：增值电信业务、软件销售及维护业务、广告及互联网业务推广服务与基金销售及其他业务。产品终端多样化，截止 2019 年 7 月 30 日，同花顺已上线 53 款终端产品，产品覆盖股票、基金、黄金、期货等投资方向，以满足投资者线上线下全方位的需求，为四大业务板块赋能。

图 3：公司主要产品


数据来源：公司官网，西南证券整理

1) 增值电信业务 (C 端业务): 采用“平台免费、增值服务收费”的方式，利用自身金融数据积累优势，采用先进技术，向投资者提供金融信息、数据和分析工具等增值服务，以辅助投资者进行投资决策，持续为客户创造价值。

2) 广告及互联网业务推广服务 (C 端业务): “平台免费、增值服务收费” 的商业模式吸引了众多投资者, 为公司平台带来了巨大的客户流量, 公司利用其平台客户流量, 为券商等机构提供线上广告以及推介服务, 收取广告费以及导流开户手续费分成。

3) 软件销售及维护业务 (B 端业务): 主要是与证券公司合作开发网上行情与交易软件, 收取软件开发费用以及后续维护更新费用。

4) 基金销售及其他业务 (B 端业务): 主要是提供基金、黄金等代销业务, 并收取手续费。

金融科技再添动力, 平台服务向智能化、场景化升级。 公司持续加大对云计算和金融大数据平台的研发投入, 进一步提升产品和服务品质, 从销售、投顾、客服三大方向为用户提供智能化、差异化的投资理财服务。

图 4: 投资理财服务智能化



数据来源: 易观千帆, 西南证券整理

1) 继续完善同花顺 AI 开放平台, 将领先的智能语音、自然语言处理、智能金融问答、知识图谱、智能投顾等多项 AI 技术运用于银行、证券、保险、基金、私募等行业, 为各类用户提供智能化解决方案;

2) 进一步深化 MindGo 量化交易平台的研发, 利用金融大数据、人工智能、云计算等手段降低量化投资门槛, 为机构客户提供稳定、可靠、灵活的一体化量化投资解决方案, 助力机构客户开展资管、经纪等业务发展;

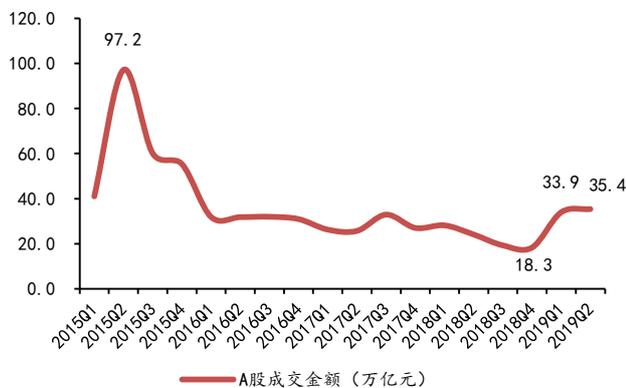
3) 继续大力发展 iFind 金融数据终端, 运用机器阅读、智能搜索、语音识别、知识图谱、数据可视化等人工智能技术, 实现了基于语音交互与智能搜索服务、机器阅读研报、研报知识图谱自动生成、企业财务数据可视化展示等功能, 大幅降低用户使用门槛, 用户交互体验更佳, 产品黏性进一步提升。

2 行业分析：市场交易量触底反弹，投资者结构改善

2.1 19 年 A 股交易量触底反弹，Q3 成交额 35 万亿

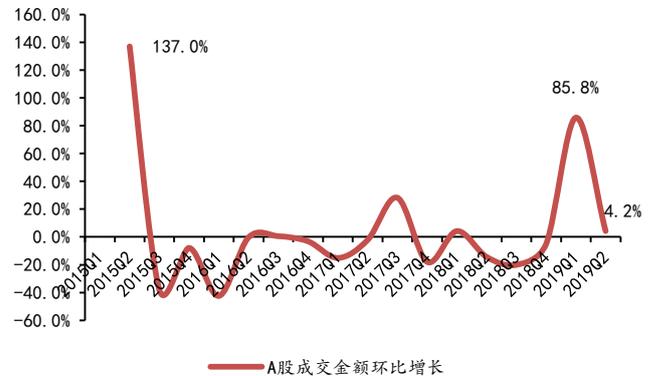
市场行情逐渐回暖，2019 年以来 A 股成交额环比提升。2015 年 A 股交易活跃，成交金额于 2015 年 Q2 升至 97.2 万亿元，环比增长 137%。此后市场持续走低，成交额在 2018 年 Q4 达到 15 年来的最低点，不到 2015 年 Q2 的五分之一。2019 年，投资者开始恢复对市场的信心，投资活动活跃，2019 年 Q1 市场成交额为 33.9 万亿元，达到自 2016 年以来的首个峰值，环比增长 85.8%。2019 年 Q2 的 A 股市场成交额为 35.4 万亿元，虽然环比增长率只有 4.2%，但是同比增长率达到 46.9%，市场行情向好，交易量触底反弹。

图 5：2015-2019 年 Q2 我国 A 股季度成交额



数据来源：Wind，西南证券整理

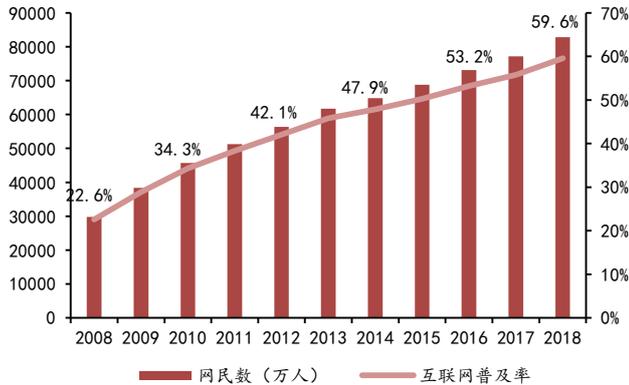
图 6：2015-2019 年 Q2 我国 A 股季度成交额环比增长率



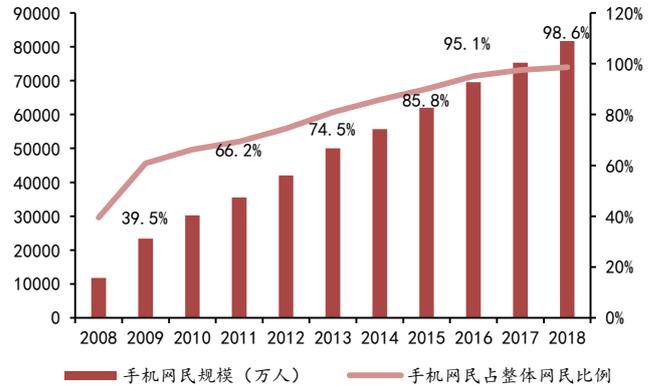
数据来源：Wind，西南证券整理

2.2 互联网理财用户高增长，投资者结构改善

手机网民规模比例不断增加，为行业发展奠定了坚实基础。根据中国互联网络信息中心（CNNIC）发布的《第 42 次中国互联网络发展状况统计报告》，截至 2018 年 12 月，我国网民规模为 8.3 亿，新增网民 5653 万人，较 2017 年末增加 7.3%，互联网普及率达 59.6%。我国手机网民规模达 8.2 亿，新增手机网民 6433 万人，较 2017 年末增加 8.5%。网民中使用手机上网人群的占比由 2017 年的 97.5% 提升至 98.6%，网民手机上网比例继续攀升。互联网门槛的不断降低、互联网覆盖范围的进一步扩大以及智能手机的普及，很大程度上改变了国人的生活模式与精神理念，大众对于线上理财的接受度越来越高，这为智能理财服务的发展与普及奠定了良好的基础。

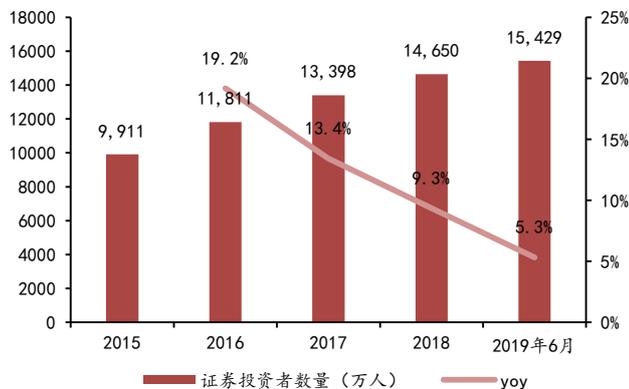
图 7：中国网民规模及互联网普及率


数据来源：CNNIC，西南证券整理

图 8：中国手机网民规模及其占网民比例


数据来源：CNNIC，西南证券整理

庞大的投资者基数，为行业发展提供了广阔的市场空间。中国证券登记结算有限责任公司发布的统计月报显示，截至 2019 年 6 月底，证券投资者数达到 15428.9 万户，较 2018 年底增长 5.3%，其中自然人投资者超过 15391.9 万户，非自然人投资者达到 37 万户，为证券类 APP 提供了充足的用户基数。与此同时，我国互联网理财用户规模持续扩大，网民理财习惯逐渐得到培养，2018 年，我国购买互联网理财产品的网民规模就达到了 1.5 亿人，较 2017 年末增加 2257 万 (+17.5%)，呈现高速增长趋势，互联网理财使用率达到 18.3%。

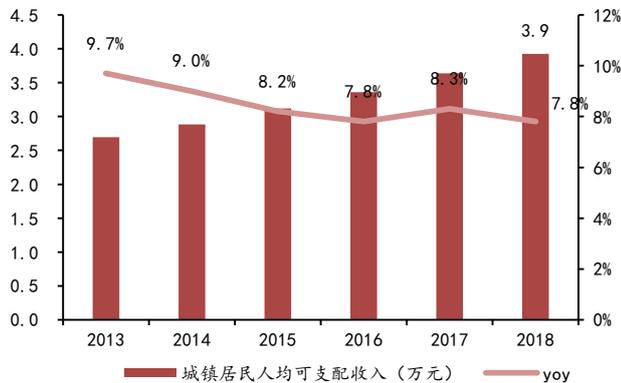
图 9：我国证券投资者数量


数据来源：中国证券登记结算有限责任公司，西南证券整理

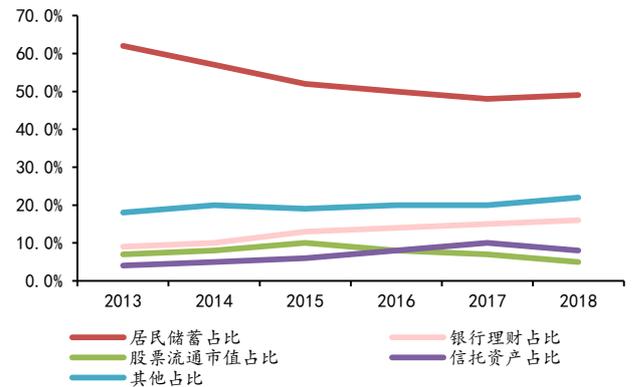
图 10：互联网理财用户规模及使用率


数据来源：CNNIC，西南证券整理

城镇居民可支配收入逐年递增，居民投资理财需求不断升级。根据国家统计局数据显示，我国城镇居民人均可支配收入逐年递增，2018 年达到 3.9 万元，同比上涨 7.8%，居民对于金融信息服务的付费意愿有望加强。此外，我国居民储蓄投资占比逐年下降，表明居民在财富积累的同时，将目光转向银行理财、股票、基金、债券等投资渠道，投资者对中高端金融信息产品的需求将会持续增加。

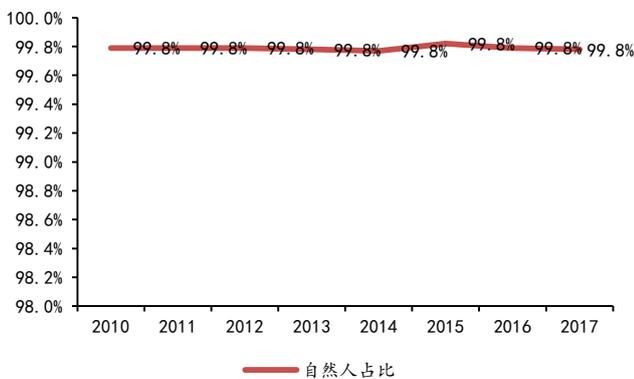
图 11: 2010-2019 年我国城镇居民人均可支配收入及增幅


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

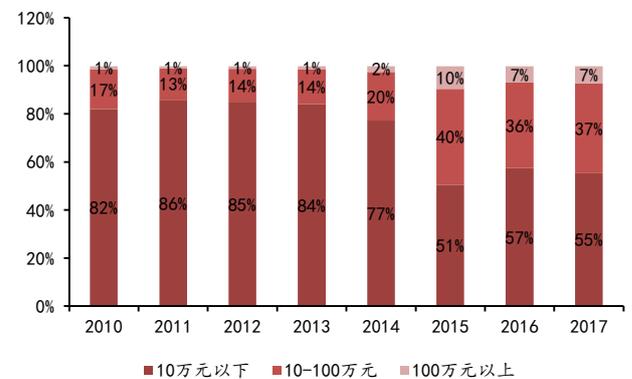
图 12: 我国各项投资资产占个人可投资资产比重


数据来源: 中国建设银行, 西南证券整理

散户结构向大户倾斜, 有望提高付费用户及 ARPU 值。个人投资者在股票投资者中仍然占比较多, 根据上交所数据显示, 截至 2017 年, 我国股票投资者中有 99.78% 的投资者为个人投资者。但从持股市值细分来看, 持股市值 10 万以下的账户数占比从 2010 年的 81.9% 下降为 2017 年的 55.3%; 10-100 万元的账户数占比从 2010 年的 16.6% 增长至 2017 年的 37.3%; 100 万以上的账户数由 2010 年的 1.3% 上升至 2017 年的 7.2%, 投资者结构向大户倾斜。小户羊群效应明显, 对金融信息的需求较低, 而大户对数据、信息的需求程度比小户更高, 因此有着更强的付费意愿与能力, 因此投资者结构的变化有望提升付费用户数量和单用户 ARPU 值。

图 13: 自然人投资者持股账户占全部投资者比重


数据来源: 上海证券交易所, 西南证券整理

图 14: 各类自然人投资者持股账户占全部投资者比重


数据来源: 上海证券交易所, 西南证券整理

2.3 政策+技术因素推动智能投顾行业快速增长

科技创新得到国家重点规划, 人工智能政策助推理财服务。科技强国背景下, 科技创新得到重点规划, 科技在金融领域的应用愈加广泛和深入。监管层陆续通过设计“科技和金融结合试点”及出台政策条文等方式, 肯定了科技金融的重要性与必要性, 同时鼓励人工智能技术渗透至各行各业, 提升行业效率。在支持金融与科技的融合和鼓励人工智能产业发展的政策背景下, 智能理财服务市场行业前景广阔。

表 2：部分鼓励金融科技、支持人工智能发展的政策及影响

	政策	影响
1993	深圳科技局首次提出“科技金融”概念	科技与金融开始走向融合
2014.1	《关于大力推进体制机制创新，扎实做好科技金融服务的意见》	在大力培育和发展服务科技创新的金融组织体系、进一步深化科技和金融结合试点等七个方面提出了部署和要求
2015.7	《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	将人工智能作为其主要的十一项行动之一
2016.3	《“十三五”国家科技创新规划》	人工智能概念进入“十三五”重大工程
2017.6	央行成立金融科技委员会	旨在加强金融科技工作的研究规划与统筹协调，切实做好金融科技发展战略规模与政策指引
2017.7	《新一代人工智能发展规划》	将智能金融上升到国家战略高度
2018.1	《人工智能标准化白皮书（2018 版）》	成立国家人工智能标准化总体组、专家咨询组、全面推进人工智能标准化工作

数据来源：公司官网，西南证券整理

新技术的成熟落地，AI 技术重塑理财服务价值。从近年来金融行业的发展历程来看，每一次商业模式创新都离不开底层技术的赋能应用，移动互联、大数据、云计算、人工智能、区块链等新技术的成熟落地，也为金融行业的智能化转型以及智能理财服务的发展奠定了基础。尤其在人工智能领域，机器学习、知识图谱、计算机视觉、自然语言处理等技术的深度应用将改造智能理财服务价值链，在降低成本提升业务效率的同时，也将从用户交互体验，服务质量等方面重新定义智能理财服务。

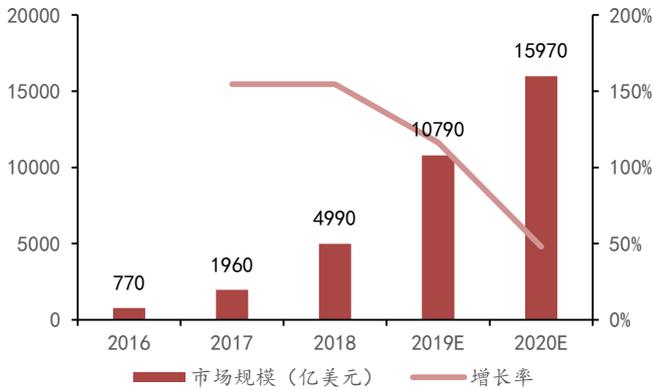
图 15：智能理财服务主要运用技术



数据来源：公司官网，西南证券整理

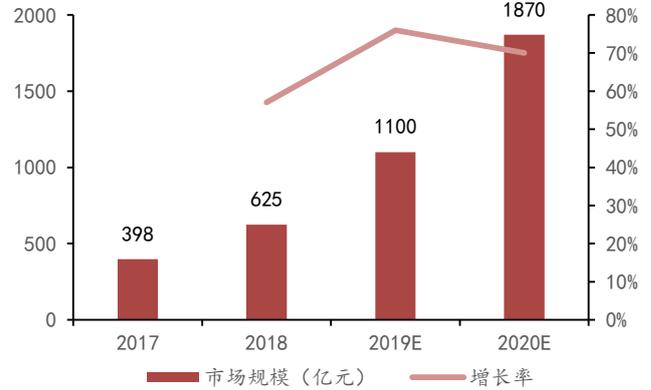
人工智能、区块链等技术推动智能投顾市场快速增长。看全球，根据智研咨询数据，2018 年全球智能投顾市场规模达到 4990 亿美元，同比增长 155%，预计未来 2 年将保持 50% 以上的复合增速增长。看国内，根据艾瑞咨询数据，2018 年我国智能投顾市场规模达到 625 亿美元，明显落后于全球。预计 2019 年开始智能投顾市场进入高增长轨道，实现 70% 以上高速增长，2020 年达到 1870 亿元的市场规模。

图 16: 全球智能投顾市场规模及预测



数据来源: 智研咨询, 西南证券整理

图 17: 中国智能投顾市场规模及预测

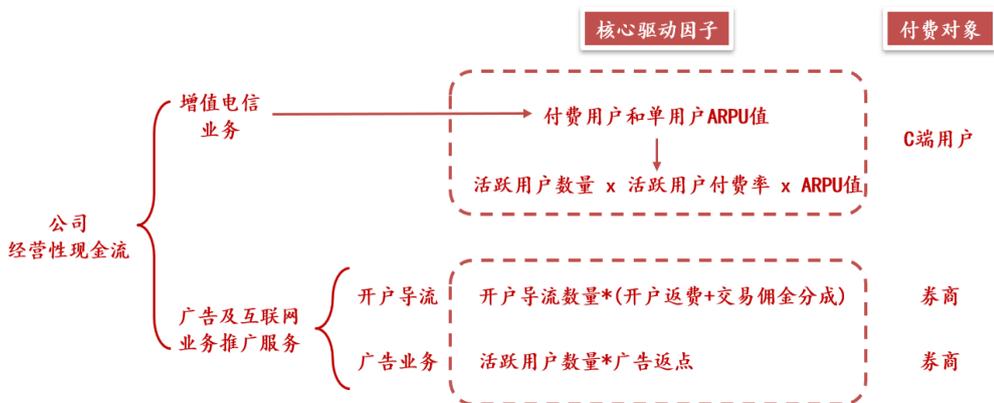


数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

3 公司分析: 海量用户多渠道变现, 拓展新盈利增长点

活跃用户数、用户付费率、ARPU 值、导流开户数是 C 端业务核心驱动因子, 所有驱动因子均与证券市场活跃度高度相关。经营性现金流是公司的前瞻指标, 而增值电信业务与广告及互联网业务推广服务为公司贡献了主要的经营性现金流。

图 18: 公司核心驱动指标



数据来源: 西南证券

1) **增值电信业务:** 付费对象是 C 端用户, 用户购买增值服务, 以年费的购买形成公司预收款, 然后逐月确认为收入。核心驱动因子是活跃用户数、活跃用户付费率和 ARPU 值。

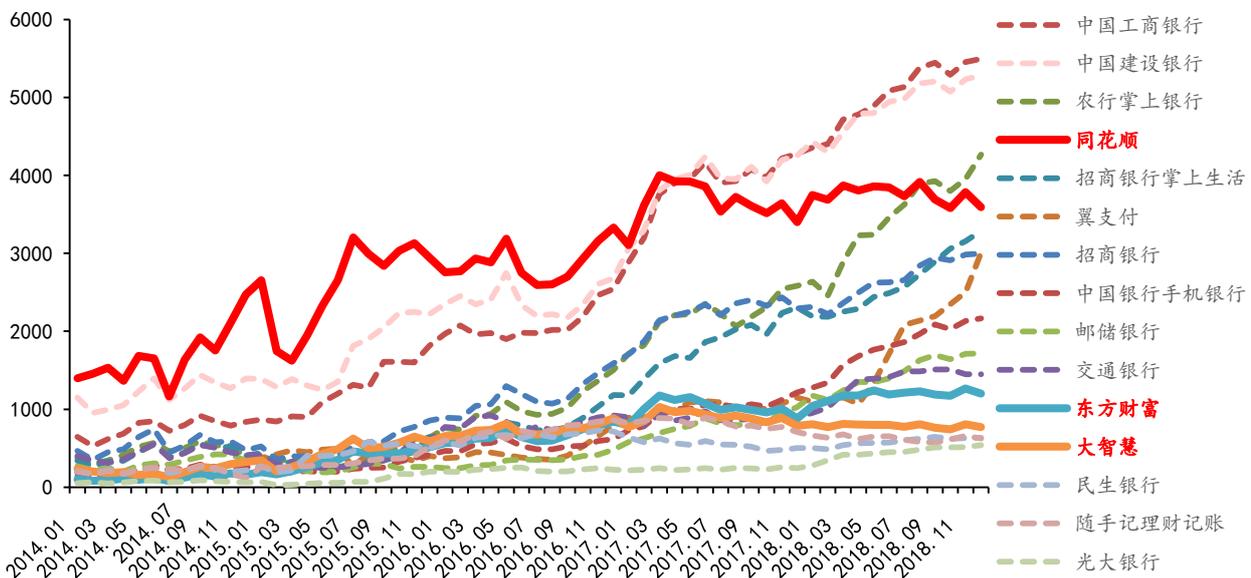
2) **券商开户导流:** 付费用户是券商, 主要包括首次开户产生人头费返点和导流开户账户产生的交易佣金分层, 交易佣金分层占大头。该业务与市场景气度高度相关, 核心驱动因子包括开户导流数量、开户返点费用、交易佣金返分成。

3) **广告业务:** 付费对象是券商, 根据 C 端用户点击率进行广告返点, 核心驱动因子包括活跃用户数量、广告返点。

3.1 海量客户奠定竞争优势，C端业务多渠道变现

公司移动 APP 月活人数呈上升趋势，位于金融领域第一梯队。随着智能手机与 4G 通信的普及，近年来我国金融领域 APP 月度活跃人数逐渐上升，用户通过手机 APP 进行投资活动逐渐成为日常活动。根据易观千帆数据显示，在 14-15 市场投资情绪高涨期间，同花顺月活人数远超其他金融 APP（除支付宝），并且呈现高速增长的趋势。虽然在 16-18 年股市低迷期间，银行理财 APP 后来居上，但同花顺仍然保持较为稳定的增长趋势且位于第一梯队，彰显出公司较高的用户粘性。截至 2018 年 12 月，同花顺 APP 以 3594 万人的月活人数排名领域第 4，仅次于工行、建行与农行，而相同细分行业下的东方财富与大智慧仅分别排名第 11 和 12 名，二者合计月活人数为 1972.1 万人，与同花顺相差 1621.9 万人。

图 19：金融领域 APP 月活跃人数 TOP15（除支付宝）（万人）

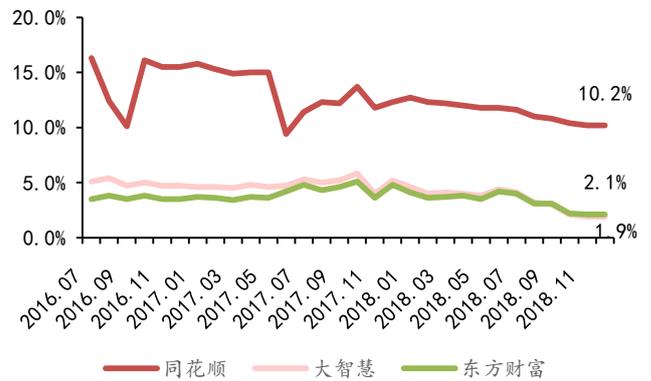


数据来源：易观千帆，西南证券整理

注册用户持续增长，行业独占率遥遥领先。在庞大的投资者基数下，“人人理财”与“互联网+”理念的普及，共同推动公司注册用户数不断攀升。据公司公告数据显示，2018 年公司同花顺金融服务网注册用户数突破 4 亿人次，同比增长 15.4%。同时得益于公司多年来忠实用户的积累与新兴技术的加持，公司在证券服务应用行业“领头羊”地位稳固。根据易观千帆数据显示，2018 年同花顺行业独占率为 10.2%，排名第二和第三的大智慧与同花顺合计独占率仅为 4%，为同花顺的三分之一左右。

图 20: 公司金融服务网注册用户数


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 21: 证券服务应用行业独占率 top3


数据来源: 易观千帆, 西南证券整理

公司较高的产品覆盖率与用户活跃度, 助力公司打造互联网生态圈。根据公司 2019 年半年报数据, 公司现有业务平台覆盖了证券市场中不同类型的客户群体。1) 机构客户方面, 公司的产品和服务已覆盖了国内 90% 以上的证券公司。此外, 还覆盖了大量的公募基金、私募基金、银行、期货公司、黄金交易所、保险公司、上市公司等机构客户; 2) 个人用户方面, 截至 2019 年 6 月 30 日, 同花顺金融服务网注册用户约 47283 万人, 每日使用同花顺网上行情免费客户端的人数平均约为 1236 万人, 每周活跃用户数约为 1547 万人。种类繁多的机构投资者及庞大而活跃的个人投资者, 有利于公司打造互联网金融信息服务生态圈, 促进公司产品及服务的推出、升级、更新换代, 能被市场快速接受, 客户资源优势明显。

图 22: 同花顺 APP 支持 A 股开户的证券公司

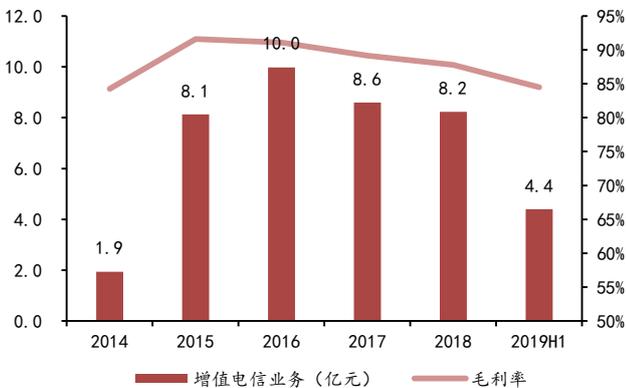

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

众多投资决策辅助工具, 覆盖投资者多样化的投资需求。随着我国资本市场的不断壮大, 居民财富的稳定增长, 金融产品逐渐丰富, 投资者对金融信息的需求不断增加。全民理财的热潮, 推动需求结构从信息需求升级为决策辅助需求。为了满足不同投资这的个性化需求, 同花顺推出了多种投资决策辅助工具, 产品覆盖基础行情提醒与分析、股市高低点分析、个股诊断分析以及利用 AI 大数据的高端投资分析。产品价格跨度较大, 从最低 18 元/月至最高 80000 元/年不等, 满足投资者多样化的投资需求。

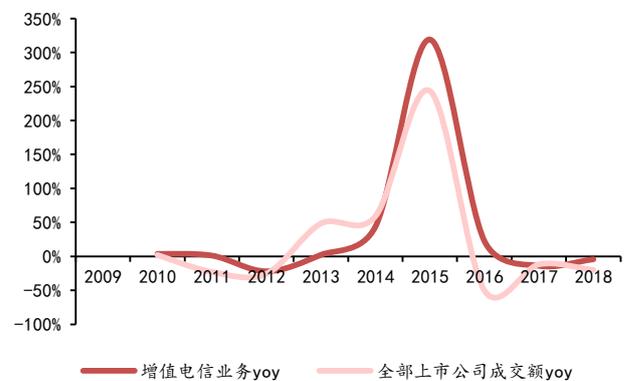
图 23: 同花顺 APP 部分增值服务


数据来源: 同花顺 APP, 西南证券整理

流量奠定竞争优势, 客户资源变现弹性足。从公司增值电信服务收入增速来看, 在经历 15-16 年爆发式增长后, 在 17-18 年逐渐回落, 但降幅有所收缩。从收入来看, 在市场低迷的情况下, 仍然能够保持较为稳定的收入, 说明公司产品具备了较好用户体验度和较强用户依赖, 深受广大客户好评。此外, 增值电信业务增长率虽与股市成交额增长率同向变动, 但是在牛市时, 涨幅大于股市成交额的涨幅, 顺周期效应明显; 在熊市时, 跌幅小于股市成交额的跌幅, 顺周期效应不明显, 显示出较高的用户粘性和需求刚性。

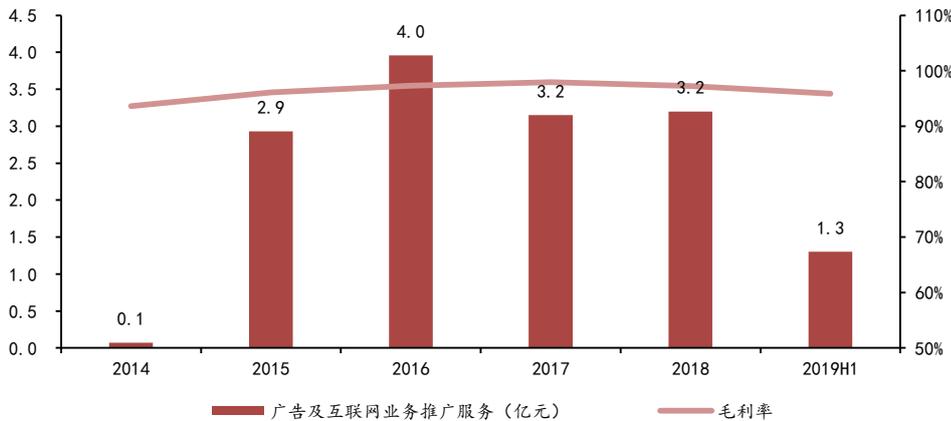
图 24: 公司增值电信服务业务收入以及毛利率


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 25: 公司增值电信业务与股市成交额增长率


数据来源: 公司公告, wind, 西南证券整理

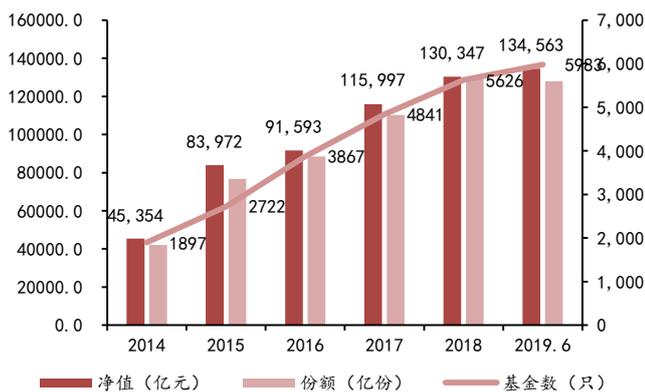
坐拥庞大 C 端用户资源, 助力公司挖掘 B 端收入渠道。体量巨大的 C 端客户资源, 也可以通过广告与开户导流为公司创造 B 端收入。截至目前, 同花顺 APP 支持 A 股开户的证券公司达到 56 家, 公司 2018 年广告与互联网推介服务实现 3.2 亿元营收, 与 17 年基本持平。在市场下行的形式下仍能够保持较为平稳的收入, 一定程度上平滑了市场行情引起的业绩波动。

图 26: 公司广告及互联网服务推介业务以及毛利率


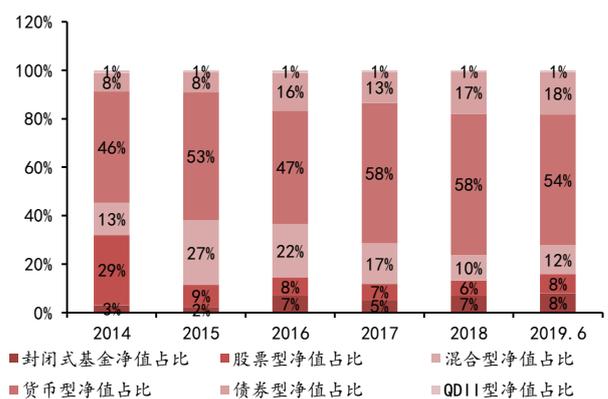
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.2 基金代销业务稳步推进, 拓展保险经纪业务市场

居民投资理财需求升级换代, 稳健型投资仍是首选。“十三五”期间, 国家继续大力支持金融行业和多层次资本市场的发展, 各类理财产品的数量快速增加。理财产品种类的不断丰富和数量的快速增长为理财用户提供了更多的选择, 也为投资理财市场开辟了更为广阔的发展空间。近年来, 我国公募基金规模快速增长, 据中国证券投资基金业协会统计, 截至 2019 年 6 月底, 我国证券市场共有 5988 只公募基金, 净值达 134563.2 亿元。公募基金规模的日益壮大, 但从基金结构来看, 稳健型基金产品——货币基金和债券基金以其相对银行存款的高收益与相对于股票基金的低风险, 仍然为居民投资首选。

图 27: 2014-2019H1 我国公募基金市场规模


数据来源: 中国证券投资基金业协会, 西南证券整理

图 28: 2014-2019H1 我国公募市场结构


数据来源: 中国证券投资基金业协会, 西南证券整理

借金融科技之东风, 成为量化投资的领跑者。在稳健型基金仍为市场主导力量的情况下, 量化对冲——用量化的分析手段进行对冲操作, 以降低投资组合的风险, 平滑投资组合的收益, 能够满足稳健型投资者的多样化投资需求, 市场潜力巨大。2018 年 11 月, 公司进一步深化 MindGo 量化交易平台的研发, 利用金融大数据、人工智能、云计算等手段降低量化投资门槛, 为机构客户提供稳定、可靠、灵活的一体化量化投资解决方案, 助力券商为用户实现稳定智能的量化投资和智能投顾服务, 成为量化投资领跑者。

图 29: MindGo 量化投资终端优势


数据来源：公司官网，西南证券整理

基金代销市场日趋激烈，公司位于第二梯队。根据中国证券投资基金业协会统计数据显
 示，截至 2019 年上半年底，我国证券市场共有 5988 只公募基金。根据 Wind 数据显
 示，目前基金代销市场趋近饱和、竞争激烈，代销机构多为独立基金销售机构，其中，东方财富旗
 下天天基金的基金覆盖率达到 77.7%，对接 135 家基金公司，具有明显的竞争优势。同花顺
 基金销售公司以 4104 只代销基金，对接 115 家基金公司排名第 5，代销基金资产净值达
 70950.8 亿元，与东方财富相比不具明显优势。

表 3: 基金代销机构统计 (截至 2019-8-5)

序号	基金代销机构	机构类型	代销基金数量	代销基金公司家数	资产净值 (亿元)	覆盖率
1	上海天天基金销售有限公司 (东方财富)	独立基金销售机构	4655	135	81608.5	77.7%
2	上海好买基金销售有限公司	独立基金销售机构	4355	132	76069.4	72.7%
3	蚂蚁(杭州)基金销售有限公司	独立基金销售机构	4223	124	85353.3	70.5%
4	珠海盈米基金销售有限公司	独立基金销售机构	4170	119	71712.4	69.6%
5	浙江同花顺基金销售有限公司 (爱基金)	独立基金销售机构	4104	115	70950.8	68.5%
6	中信证券股份有限公司	证券公司	4087	115	73708.2	68.3%
7	上海陆金所基金销售有限公司	独立基金销售机构	4084	117	73034.7	68.2%
8	中信建投证券股份有限公司	证券公司	4031	117	71327.3	67.3%
9	深圳众禄基金销售股份有限公司	独立基金销售机构	3899	107	68120.7	65.1%
10	中信证券(山东)有限责任公司	证券公司	3884	115	69430.6	64.9%

数据来源：Wind，西南证券整理

持续加大投入，积极稳步推进第三方基金销售业务。2018 年，公司积极稳步推进基金
 第三方销售工作，努力打造一站式公共理财服务平台，以满足公众多样化的财富管理需求。
 公司进一步优化和充实了“爱基金”平台上相关产品的品种和数量，提升产品质量。截至 2010

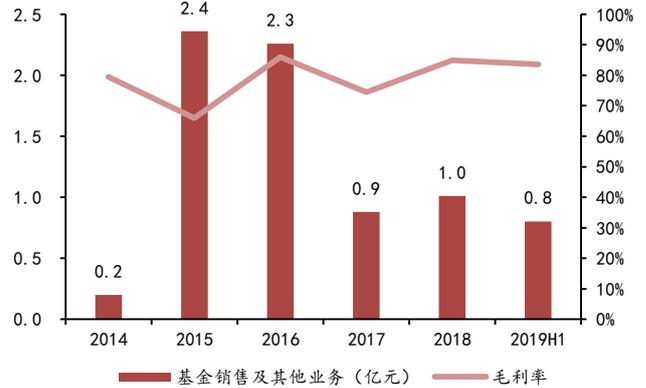
年6月30日，“爱基金”平台共接入公募基金及券商资管141家，共计7830支相关产品。2018年，公司基金代销业务营收实现不到1亿元，但同比上涨15%，扭转15-17年的下降颓势。2019年市场活跃度上升，在智能资管的推动下，公司基金代销业务有望保持平稳增长。

图 30：同花顺“爱基金”平台情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

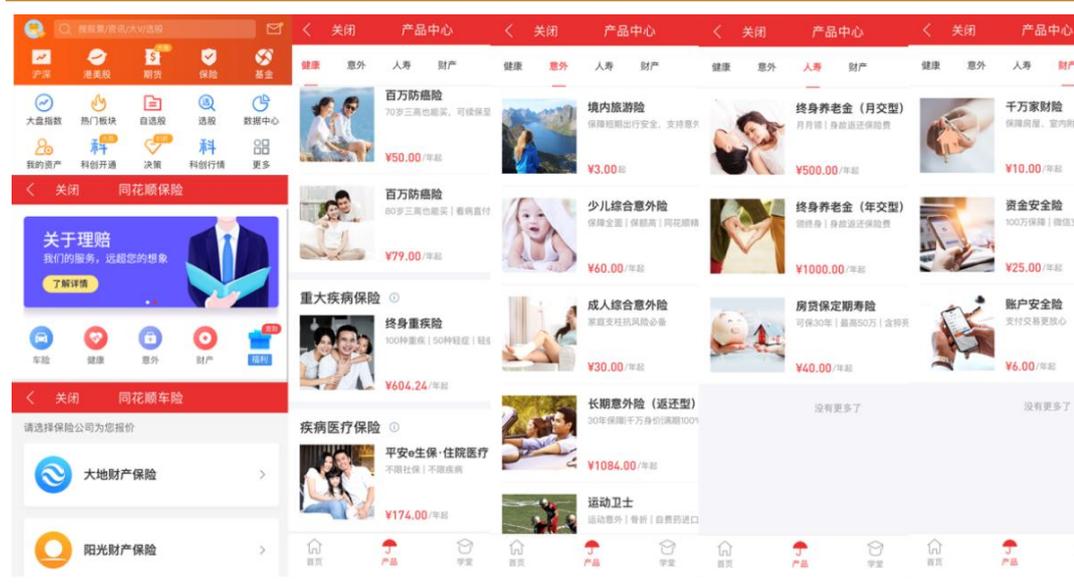
图 31：公司基金销售及其他业务收入与毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

顺利进入保险经纪服务市场，进一步拓宽金融信息服务范围。2018年4月，子公司核新软件公司受让宜城市光大农牧有限公司持有的浙江恒诚保险经纪有限公司（现已更名为浙江核新同花顺保险经纪有限公司）100.0%股权，同年取得获得保险经纪牌照，利用现有业务平台资源优势，积极拓展互联网保险经纪业务。截至目前，公司已接入阳光财险、众安保险、国华人寿等6家保险公司，上线16只保险产品，覆盖车险、健康险、意外险、人寿险以及财险五个领域。据中国银保监会统计数据显示，2017年我国共有178家保险公司，其中131家经营互联网保险业务。众多保险机构及产品，公司保险经纪业务有望通过同花顺炒股APP优势业务进行引流，拓宽流量变现渠道。

图 32：同花顺 APP 保险业务界面

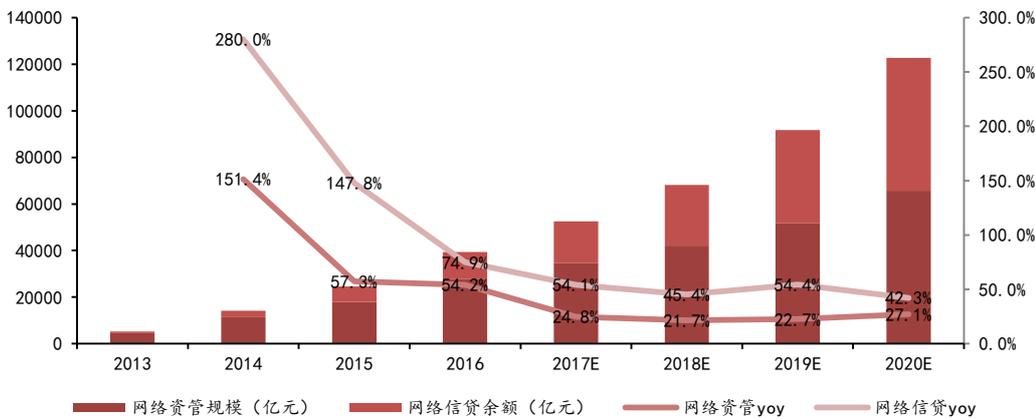


数据来源：同花顺 APP，西南证券整理

3.3 AI 赋能打造智能资管平台，探索新的盈利增长点

大资管-互联网时代，智能资管行业前景广阔。2013 年以后，互联网理财产品的快速涌现与原有资管业务边界不断拓展，我国理财市场进入大资管—互联网时代。据艾瑞咨询数据显示，2016 年我国互联网金融市场规模达近 4 万亿，其中，网络资管规模超过 2.7 万亿，同比增长 54.2%；网络信贷余额超过 1 万亿，同比增长 74.9%。艾瑞咨询预计，受到实体经济的影响，2017-2020 我国互联网金融市场规模增速将会有所下降，但网络资管市场规模能够稳定在 20%左右增速。相对网络资管，我国智能资管处于起步阶段，预计有了大数据、云计算与人工智能等技术的加持，未来我国智能资管行业前景广阔。

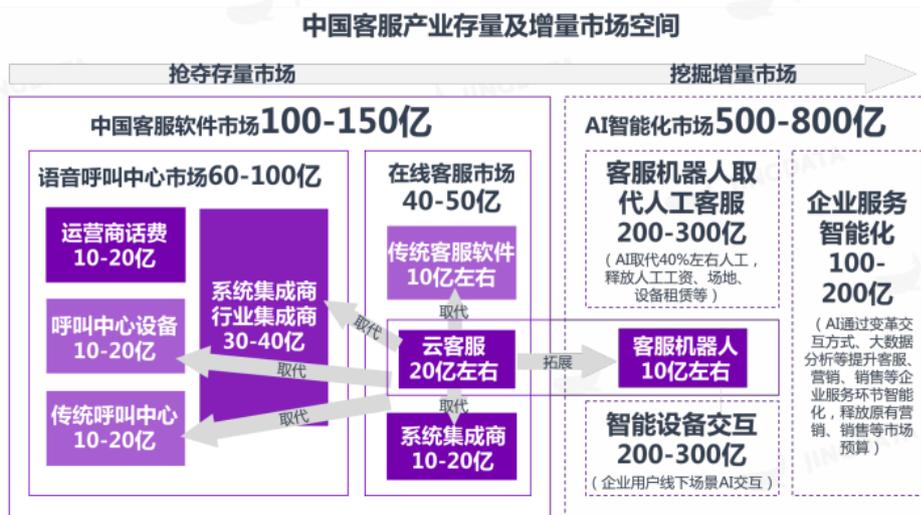
图 33：2013-2020 年中国互联网金融市场规模



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

智能客服抢夺存量市场，挖掘巨大增量市场。以中国智能客服行业为例，根据鲸准研究院的测算，在存量市场上，云客服将抢夺传统在线客服市场，取代语音呼叫中心市场，总计 100-150 亿的市场规模；在增量市场上，智能客服机器人将不断取代人工客服，拓展智能交互设备与企业服务智能化市场，挖掘 500-800 亿的 AI 智能化市场，发展潜力巨大。

图 34：中国客服产业存量及增量市场空间



数据来源：鲸准研究院，西南证券整理

公司基于主业，多点布局，积极探寻新的盈利增长点。目前，公司将领先的文字识别、智能语音、自然语言处理、智能金融问答、知识图谱、智能投顾等多项 AI 技术运用于银行、证券、保险、基金、私募等行业，推出智能电话机器人、智能客服机器人、回忆撰写机器人与智能质检机器人，为各类用户提供智能化解决方案。经过 23 年的技术沉淀，公司 AI 能力已全面开放，平台已揽括 3 亿海量用户，提供 30 项核心技术，AI 服务累计调用超 179 次。

图 35：公司的 AI 产品与服务



数据来源：公司官网，西南证券整理

突破传统基金模式，利用大数据进军人工智能私募。公司于 2015 年 5 月成立全资子公司浙江同花顺人工智能资产管理有限公司，于 2018 年 11 月在中国证券投资基金业协会完成私募基金管理人备案登记，并于 2019 年 3 月成功成立并备案了公司旗下第一只私募证券投资基金——同花顺阿尔法一号私募证券投资基金。公司凭借自身积累的金融信息数据库，利用大数据与人工智能技术，正式进军智能私募资管行业，探索阿尔法策略。2019 年 7 月，同花顺正式上线私募之家智能交易终端，提供多方位证券私募解决方案，满足公司自身以及其他证券私募机构多样化的资管、交易、投研需求。

图 36：同花顺阿尔法一号私募证券投资基金

基金名称:	同花顺阿尔法一号私募证券投资基金
基金编号:	SEW884
成立时间:	2019-03-06
备案时间:	2019-03-20
基金备案阶段:	暂行办法实施后成立的基金
基金类型:	私募证券投资基金
币种:	人民币现钞
基金管理人名称:	浙江同花顺人工智能资产管理有限公司
管理类型:	受托管理
托管人名称:	兴业证券股份有限公司
运作状态:	正在运作
基金信息最后更新时间:	2019-03-20
基金业协会特别提示(针对基金):	

数据来源：中国证券投资基金业协会，西南证券整理

图 37: 私募之家智能交易终端



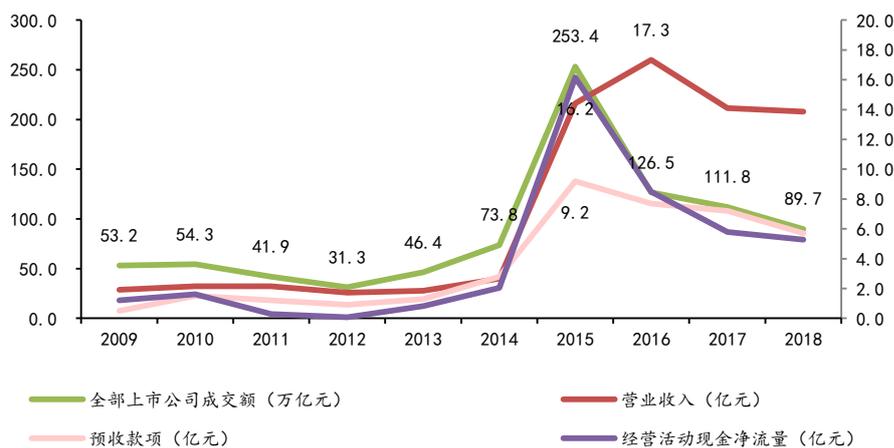
数据来源: 公司官网, 西南证券整理

4 财务分析: 现金流重回高增长轨道, 盈利能力优秀

4.1 与市场景气度高度相关, 现金流重回高增长轨道

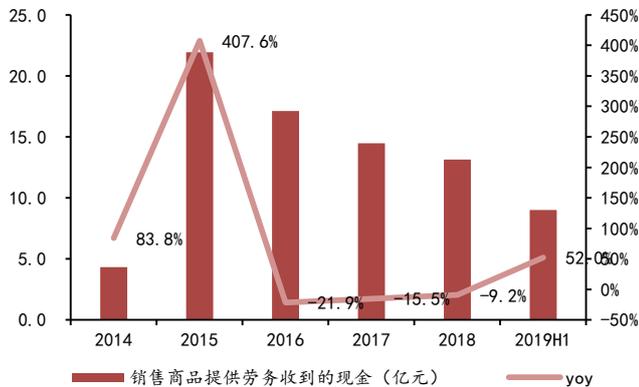
公司业绩与证券市场高度相关, 现金流是核心关注点。公司的核心业务是 C 端业务, 包括: 增值电信业务和广告及推介业务, 为公司贡献 70% 以上的营收。C 端业务的盈利模式的传导路径是: 经营性现金流—预收款项—营业收入及利润, 因此公司的现金流最先受到市场行情的冲击而变化, 其次是预收账款, 最后是营业收入, 三者的关系可以表示为 $现金流 = 预收账款 + 营业收入$ 。短期来看, 由于预收账款与营业收入具有滞后性, 我们认为经营性现金流是公司的前瞻指标, 预收款项与营业收入是过程和结果指标。

图 38: 公司 CFO、营业收入、预收账款与股票市场成交额高度相关

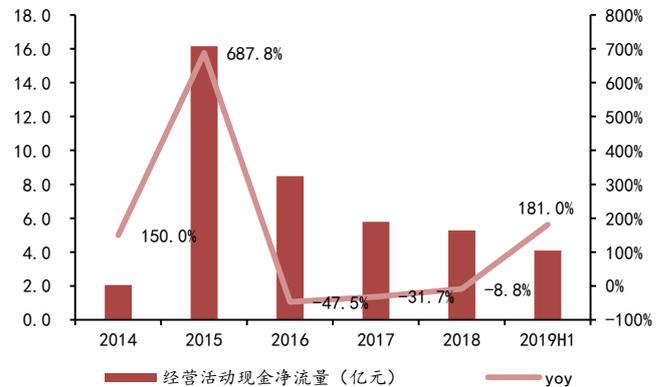


数据来源: 公司公告, wind, 西南证券整理

受 2015 年牛市的影响, 全部上市公司股市成交额在 2015 年达到 253.4 亿元, 是 2018 年的 2.8 倍。公司的现金流与股市成交额的联系最为密切, 且同步性最高, 在 15 年达到峰值 16.2 亿元。由于营收对比现金流具有一定滞后性, 公司业绩 2016 年达到顶峰, 实现 17.3 亿元的营收。

图 39: 公司销售商品提供劳务收到的现金及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 40: 公司经营活动现金净流量及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

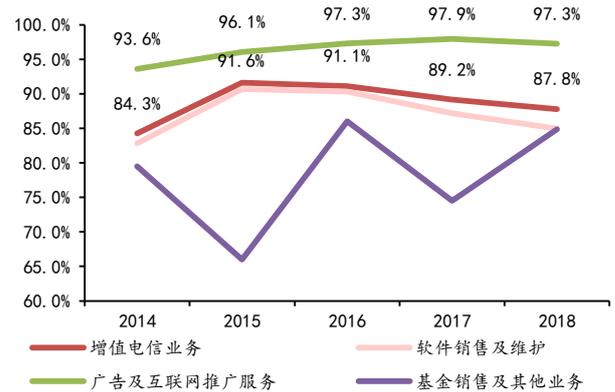
经营性现金流重回增长轨道, 拐点如期而至。公司产品的标准化程度较高, 在预先收取订阅或购买款项后, 只需向大多数用户提供标准化的产品, 后续变动成本极小, 优秀的盈利模式使得公司现金流长期为正。公司现金流在经过了 2015 年的迅猛增长后, 市场行情低迷致使 2016 年现金流快速回落, 但近年来降幅逐渐收窄。2019 年上半年证券市场交易量活跃, 公司现金流重回增长轨道, 销售商品提供劳务收到的现金流同比增长转正为 52%, 经营性现金净流量同比增长转正为 181%, 拐点如期而至。

4.2 公司盈利能力优秀, 有望开启新一轮业绩爆发

增值电信业务贡献主要营收, 核心业务板块高毛利稳定。2018 年增值电信业务营收占比为 59.3%, 广告及互联网推介业务营收占比为 23.1%, 近 5 年二者合计每年营收占比均高于 75%, 增值电信业务平均毛利率达到 88.8%, 广告推介业务平均毛利率达到 96.4%, 核心业务毛利率均保持高位稳定。

图 41: 公司分业务收入结构

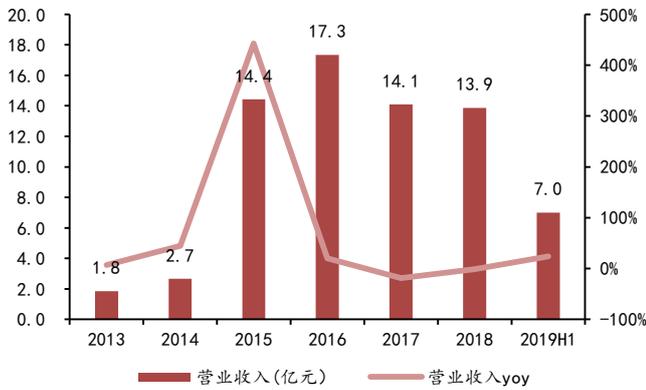

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 42: 公司近 5 年各业务毛利率


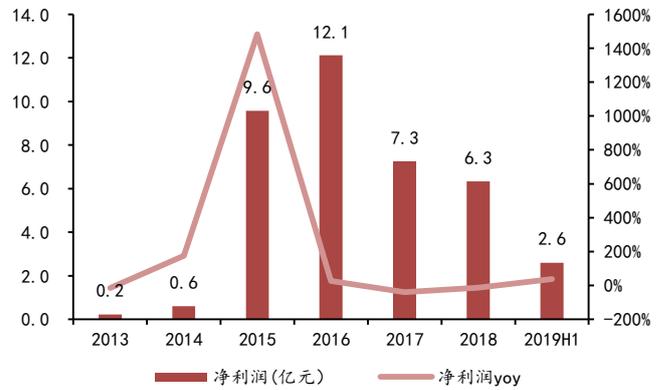
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2019Q1 现金流高增长, 公司有望迎来新一轮的业绩加速行情。受益于市场行情, 公司 2015 年业绩增长率达到峰值, 营业收入和净利润分别增长 442.9% 和 1483.4%, 且由于收入确认滞后于市场行情, 公司的营业收入和净利润在 2016 年达到顶峰, 分别实现 17.3 与 12.1 亿元, 但随之而来的熊市导致公司业绩快速回落。2018 年股市平稳运行, 公司业绩降幅逐

步缩小，营业收入降幅仅为 1.6%。2019 年，证券市场活跃度提升，公司 H1 季度营收与净利润均实现反转，分别同比增长 24%与 38%。与此同时，先行指标经营性净现金流 115.4% 的增速，预示公司全年有望迎来新一轮的业绩加速行情。

图 43: 2013-2019Q1 公司营收及增长情况


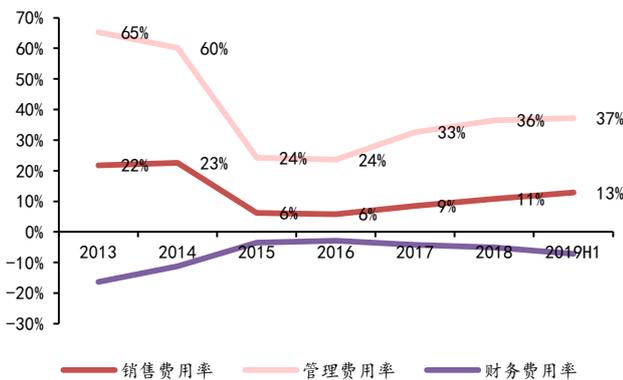
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 44: 2013-2019Q1 公司净利润及增长情况


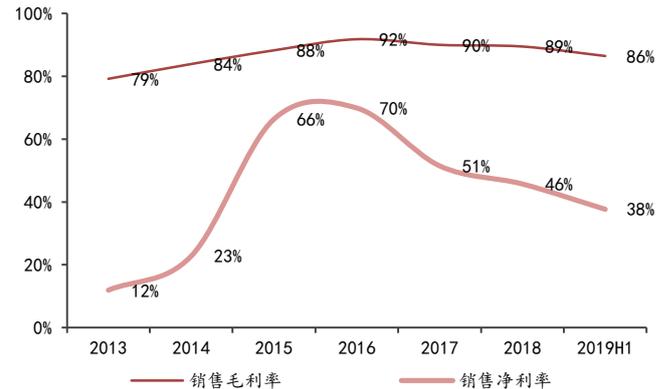
数据来源：公司公告，西南证券整理

4.3 高效管理降低费用率，注重研发深挖技术护城河

标准化与优秀的商业模式铸就公司高盈利水平。得益于公司产品较高的标准化程度与优秀的商业模式，公司总体毛利率水平较高且保持稳定，公司 2018 年综合毛利率为 89.5%。从费用端来看，公司一直采用较为稳健的财务政策，财务费用长期保持收益状态，2019 年 H1 财务费用率为 -7.3%。近年来公司不断加大研发投入与市场营销投入，管理费用率与销售费用率呈上升趋势，2019 年 H1 年分别为 37.1%和 12.9%。剔除研发费用后，2019 年 Q1 公司管理费用率仅为 7.1%，三费（销售费用+管理费用+财务费用）合计营收占比为 12.7%，佐证公司商业模式和公司治理水平的优秀。

图 45: 公司近年期间费用率变化


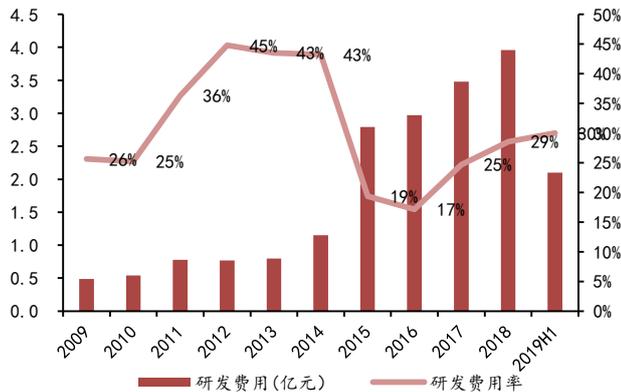
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 46: 公司近年销售毛利率及销售净利率


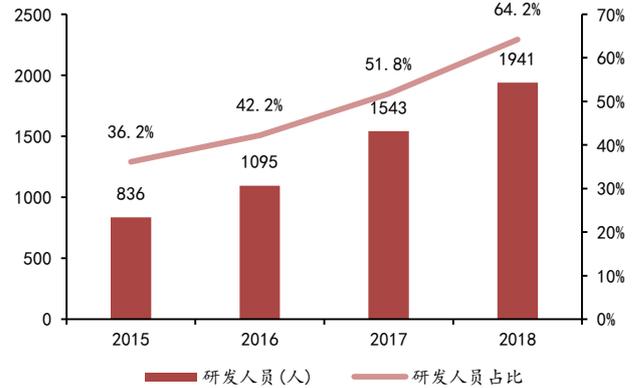
数据来源：公司公告，wind，西南证券整理

研发投入逐步增长，研发人员占比高达 64.2%。公司十分重视创新与技术研发，每年研发经费投入占公司总收入都在 15%以上，公司 2019 年 Q1 研发费用率达到 35.2%。不断招收吸纳技术人才，2018 年技术人员达到 1941 人，占公司全部员工比例达到 64.2%。公司持

续加大对新技术和新应用的研发投入，尤其是加大对云计算、大数据、人工智能、金融工程等领域的研究开发，促进人工智能在金融信息服务领域的落地应用，进一步提升了公司的核心竞争力。截至 2018 年 12 月 31 日，已累计获得自主研发的软件著作权 221 项，非专利技术 98 项，形成了明显的技术领先优势。

图 47：公司研发费用及研发费用率


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 48：公司研发人员及占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：宏观经济相对稳定，金融政策（科创板、沪伦通等）逐步深化改革，释放市场活力，根据智研咨询数据，未来 3 年互联网金融信息服务行业增速保持 15%-20% 的增长。

假设 2：增值电信业务（C 端），公司持续研发新产品，参考公司以往数据，预计每年新增 5 款以上新品。投资者结构的改善（大户占比提升）带来活跃用户付费率和 ARPU 值 2 方面的提高，预计未来 3 年业务收入保持 30% 左右的同比增长，毛利率大体保持稳定。

假设 3：广告及互联网服务（C 端），导流开户返费和交易佣金分成（1:1）大体保持稳定，预计未来 3 年业务收入保持 35% 以上的同比增长。

假设 4：B 端业务中电子商务（基金代销）和网上行情交易系统服务分别向机构客户收取 1% 服务费和项目费用，业务发展稳定，预计未来 3 年业务收入分别保持在 25% 和 35% 左右。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分产品营业收入如下：

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
C 端：增值电信业务	收入	823.2	1070.2	1391.2	1850.4
	增速	-4.3%	30.0%	30.0%	33.0%
	毛利率	87.8%	87.8%	87.8%	87.8%
C 端：广告及互联网服务	收入	320.4	432.5	605.5	847.6
	增速	1.7%	35.0%	40.0%	40.0%
	毛利率	97.3%	97.3%	97.3%	97.3%
B 端：电子商务及其他	收入	100.6	125.8	157.2	196.5
	增速	14.6%	25.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	84.9%	84.9%	84.9%	84.9%
B 端：网上行情交易系统服务	收入	142.7	192.7	260.1	338.1
	增速	-2.6%	35.0%	35.0%	30.0%
	毛利率	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%
合计	收入	1386.9	1821.1	2414.0	3232.6
	增速	-1.6%	31.3%	32.6%	33.9%
	毛利率	89.5%	89.5%	89.7%	89.8%

数据来源：Wind，西南证券

5.2 绝对估值

我们采用 FCFE 估值法进行绝对估值，关键假设如下：

- 1) 永续期增长率为 3%，过渡期增长率 8%，过渡期年数 5 年；
- 2) 无风险利率选择 10 年期国债收益率为 3.17%；
- 3) 以公司近 100 周无杠杆 β 作为公司无杠杆 β 的近似值；
- 4) 税率：保持 15% 稳定税率。

表 5：绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	5
永续期增长率	3%
无风险利率 Rf	3.17%
市场组合报酬率 Rm	8.49%
有效税率 Tx	15%
过渡期增长率	8%
β 系数	0.93
债务资本成本 Kd	3.17%
债务资本比重 Wd	1.45%
股权资本成本 Ke	8.18%
WACC	8.10%

数据来源：西南证券

表 6: FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)
核心企业价值	42661.91
净债务价值	(5764.35)
股票价值	48426.27
每股价值	90.08

数据来源: 西南证券

表 7: FCFF 估值敏感性分析

WACC \ 永续增长率	6.60%	7.10%	7.60%	8.10%	8.60%	9.10%	9.60%
1.5%	97.46	89.12	82.16	76.27	71.22	66.84	63.02
2.0%	104.74	94.91	86.85	80.12	74.42	69.54	65.30
2.5%	113.80	101.96	92.45	84.65	78.15	72.64	67.91
3.0%	125.38	110.72	99.27	90.08	82.54	76.24	70.91
3.5%	140.69	121.93	107.76	96.68	87.79	80.50	74.41
4.0%	161.89	136.75	118.60	104.90	94.18	85.58	78.52
4.5%	193.20	157.27	132.95	115.40	102.14	91.77	83.45

数据来源: 西南证券

绝对估值的结果可得, 公司每股内在价值约 90.08 元。但由于绝对估值对各系数的敏感性太大, 估值结果易受主观影响。为了提高估值结果的客观性, 我们采取相对估值法的估值结果

5.3 相对估值

我们选取 A 股金融 IT 领域可比标的东方财富 (300059.SZ)、恒生电子 (600570.SH), 剔除了估值过高的大智慧和估值过低的金证股份。可比公司主营业务在与同花顺的布局、和商业模式方面较为类似, 具有一定可比性, 未来 3 年行业平均估值分别为 62 倍、50 倍、40 倍。

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润将保持 34% 的复合增长率。公司凭借海量且高粘性的用户在 C 端/B 端业务场景中变现, 考虑到公司强大的贝塔属性和未来智能资管领域的爆发, 对标同类上市公司, 给予公司 2020 年 62 倍估值, 对应目标价为 134.6 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 8: 可比公司估值 (截止至 2019 年 11 月 6 日)

证券代码	可比公司	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				19E	20E	21E	19E	20E	21E
300059.SZ	东方财富	15	1,032	0.26	0.34	0.42	59	46	37
600570.SH	恒生电子	78	626	1.22	1.43	1.82	64	54	43
平均值							62	50	40

数据来源: Wind, 西南证券整理

6 风险提示

- 1) **证券市场景气度下滑风险**: 证券市场景气度下滑导致市场交易量萎缩, 进而影响公司 C 端业务 (电信增值业务、广告及互联网服务业务) 的销售收入;
- 2) **金融政策变动或对业务造成影响的风险**: 金融监管升级、限制第三方交易接口等;
- 3) **AI 智能资管产品拓展或不及预期**: 用户对 AI 智能资管产品接受程度低, 推广效果差;
- 4) **知识产权风险**: 公司在软件开发、运营过程中, 可能存在的数据和知识产权纠纷。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1386.89	1821.09	2414.01	3232.64	净利润	633.93	886.66	1167.48	1562.60
营业成本	146.08	190.65	249.53	329.96	折旧与摊销	38.10	31.94	31.94	31.94
营业税金及附加	20.38	26.57	35.43	47.36	财务费用	-71.41	-1.16	-1.96	-3.25
销售费用	148.18	163.90	217.26	290.94	资产减值损失	19.34	5.30	5.40	6.30
管理费用	105.45	455.27	579.36	775.83	经营营运资本变动	-176.59	204.41	258.53	364.64
财务费用	-71.41	-1.16	-1.96	-3.25	其他	84.83	-64.30	-48.40	-57.30
资产减值损失	19.34	5.30	5.40	6.30	经营活动现金流净额	528.20	1062.85	1412.99	1904.93
投资收益	9.45	59.00	43.00	51.00	资本支出	-69.04	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	19.36	59.00	43.00	51.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-49.69	59.00	43.00	51.00
营业利润	683.37	1039.56	1371.98	1836.50	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.59	3.57	1.52	1.85	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	682.78	1043.13	1373.50	1838.35	股权融资	0.00	300.00	0.00	0.00
所得税	48.85	156.47	206.03	275.75	支付股利	-483.84	-126.79	-177.33	-233.50
净利润	633.93	886.66	1167.48	1562.60	其他	0.00	-5.89	1.96	3.25
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-483.84	167.33	-175.38	-230.24
归属母公司股东净利润	633.93	886.66	1167.48	1562.60	现金流量净额	15.05	1289.18	1280.62	1725.69
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	3435.07	4724.24	6004.86	7730.55	成长能力				
应收和预付款项	41.81	65.41	85.45	112.16	销售收入增长率	-1.62%	31.31%	32.56%	33.91%
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润增长率	-15.27%	52.12%	31.98%	33.86%
其他流动资产	122.26	160.54	212.81	284.98	净利润增长率	-12.64%	39.87%	31.67%	33.84%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-17.12%	64.65%	30.98%	33.04%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	447.44	423.98	400.52	377.05	毛利率	89.47%	89.53%	89.66%	89.79%
无形资产和开发支出	83.10	74.64	66.17	57.71	三费率	13.14%	33.94%	32.92%	32.90%
其他非流动资产	1.04	1.03	1.01	1.00	净利率	45.71%	48.69%	48.36%	48.34%
资产总计	4130.73	5449.84	6770.82	8563.45	ROE	18.98%	20.18%	21.69%	23.28%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	15.35%	16.27%	17.24%	18.25%
应付和预收款项	726.01	973.88	1280.39	1710.68	ROIC	-715.12%	-1639.27%	-437.98%	-289.20%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	46.87%	58.77%	58.08%	57.70%
其他负债	64.83	83.25	107.57	140.80	营运能力				
负债合计	790.84	1057.13	1387.96	1851.49	总资产周转率	0.33	0.38	0.40	0.42
股本	537.60	537.60	537.60	537.60	固定资产周转率	3.66	4.75	6.71	9.61
资本公积	356.78	656.78	656.78	656.78	应收账款周转率	112.75	130.19	133.72	132.45
留存收益	2438.46	3198.34	4188.48	5517.59	存货周转率	—	—	—	—
归属母公司股东权益	3339.89	4392.71	5382.86	6711.96	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.74%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	3339.89	4392.71	5382.86	6711.96	资产负债率	19.15%	19.40%	20.50%	21.62%
负债和股东权益合计	4130.73	5449.84	6770.82	8563.45	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.58	4.70	4.56	4.40
					速动比率	4.58	4.70	4.56	4.40
					股利支付率	76.32%	14.30%	15.19%	14.94%
					每股指标				
					每股收益	1.18	1.65	2.17	2.91
					每股净资产	6.21	8.17	10.01	12.49
					每股经营现金	0.98	1.98	2.63	3.54
					每股股利	0.90	0.24	0.33	0.43
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	650.06	1070.34	1401.97	1865.19					
PE	80.63	57.65	43.78	32.71					
PB	15.30	11.64	9.50	7.62					
PS	36.86	28.07	21.17	15.81					
EV/EBITDA	73.35	43.34	32.18	23.26					
股息率	0.95%	0.25%	0.35%	0.46%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn